

Список літератури: 1. *Анисимов О. С.* Новое управленческое решение: сущность и пути формирования / О. С. Анисимов. – М. : Экономика, 2002. – 304 с. 2. *Всеобщее управление качеством : учеб. для вузов / под ред. О. П. Глудкина.* – М. : Горяч. линия – Телком, 2001. – 600 с. 3. *Каплан Р.* Сбалансированная система показателей. От стратегии к действию : [пер. с англ.] / Р. Каплан, Д. Нортон. – М. : Олимп-Бизнес, 2005. – 320 с. 4. *Карлофф Б.* Деловая стратегия : [пер. с англ.] / Б. Карлофф. – М. : Экономика, 1997. – 420 с. 5. *Котлер Ф.* Основы маркетинга : [пер. с англ.] / Ф. Котлер. – М. ; СПб. ; К. : Вильямс, 2001. – 944 с. 6. *Ламбен Ж-Ж.* Стратегический менеджмент / Ж-Ж. Ламбен. – СПб.: Наука, 1996. – 504 с. 7. *Минцберг Г.* Стратегический процесс / Г. Минцберг. – СПб. : Вильямс, 2004. – 456 с. 8. *Момот А.И.* Экономический механизм управления качеством / Министерство образования и науки Украины. ДонНТУ. – Донецк: Норд-Пресс, 2005. – 383 с. 9. *Озеранский Р.* Так много или мало выдано сертификатов? // Стандарты и качество. – 2006. – № 5, – С. 30-32. 10. *Официальная страница в Интернете ЗАО «Фармацевтическая фирма «Дарница»* – <http://www.darnitsa.ua/dsp.aspx?id=10> 11. *Портер, М.* Конкурентные стратегии / М. Портер. – М. : Логос, 2004. – 588 с. 12. *Томпсон, А.А.* Стратегический менеджмент / А. А. Томпсон, А. Дж. Стрикленд. – М. : Инфра-М, 2000. – 412 с. 13. *Шевченко А., Шубін Є.* Впровадження систем управління якістю на українських підприємствах. Необхідність та проблеми //Стандартизація, сертифікація, якість. – 2003. – № 4. – С. 53-56.

Надійшла до редколегії 01.02.12

УДК 336.76

Д.В. КОРОБКОВ, канд. екон. наук, доцент, НТУ «ХПІ», Харків,
А.В. СОТНІКОВ, аспірант, НТУ «ХПІ», Харків.

ОСОБЛИВОСТІ ВПРОВАДЖЕННЯ ТА ВИКОРИСТАННЯ ВАРТІСНО-ОРІЄНТОВАНОГО УПРАВЛІННЯ НА УКРАЇНСЬКИХ ПІДПРИЄМСТВАХ

У статті розглядаються особливості впровадження вартісно-орієнтованого управління, виявлено та систематизовано основні переваги і недоліки методів вартісно-орієнтованого управління.

В статье рассматриваются особенности внедрения стоимостно-ориентированного управления, обнаружены и систематизированы основные преимущества и недостатки методов стоимостно-ориентированного управления.

The article discusses features the implementation of value-based management, analyzes the main advantages and disadvantages of methods of value-based management.

Запорукою успішного функціонування будь-якої компанії є створення нової акціонерної вартості. Як показав досвід західних компаній підхід до управління вартістю компанії є основним критерієм ефективності діяльності. На початку 80-х років 20-го століття з'явилася нова концепція управління вартістю, яка отримала назву «Value Based Management» або вартісно-орієнтоване управління. Так, вартісно-орієнтоване управління – це система менеджменту яка зосереджує увагу керівництва та працівників компанії на ключових факторах вартості для покращення стратегічних та оперативних рішень на всіх рівнях компанії з метою максимізації її вартості. Але, слід зазначити, що деякі недоліки вартісно-орієнтованого управління є побічними ефектами існуючих переваг.

Серед вчених, які займалися вивченням та вдосконаленням концепції вартісно-орієнтованого управління слід виділити таких вітчизняних та закордонних вчених як, А.Раппапорт [1], Т. Коупленд, Т. Коллер [2], Дж.Б. Стюарт [3], Д. Янг, С. О'Бірн [4], Е. Блек [5], Д. Мартін, В. Петті [6], І. Івашковська [7], А. Грязнова [8], О. Євнух [9], Т. Момот [10], І. Плікус [11], О. Терещенко та М. Стецько [12].

На сучасному етапі розвитку економічної науки концепція вартісно-орієнтованого управління має значну кількість різноманітних методів мета яких є ефективне управління, аналіз та оцінка створення доданої вартості компанії. Як і всі існуючі методи, які використовуються в фінансах, кожен з цих методів має ряд переваг та недоліків один перед одним. Таким чином, метою даної статті є виявлення та систематизація основних переваг і недоліків методів вартісно-орієнтованого управління та вибір найбільш ефективного методу для його застосування на українських підприємствах.

По-перше, слід виділити найбільш актуальні проблеми пов'язані з впровадженням та використанням концепції вартісно-орієнтованого управління на українських компаніях. Слід зазначити, що вартісно-орієнтоване управління є всеосяжною та цілісною системою менеджменту, тому для ефективного впровадження необхідна повна зміна старої культури управління на нову. Ця дія може призвести до суттєвого покращення усіх результатів діяльності компанії, а також підвищить її конкурентні переваги. Але, з іншого боку, ці ж дії можуть стати неприйнятним або призвести до серйозних ускладнень, бо для якісної та ефективної зміни існуючої системи управління потрібно багато не тільки фінансових витрат, а і значних затрат часу.

По-друге, слід зазначити, що складності впровадження вартісно-орієнтованого управління виникають через те, що стратегія розвитку компанії може мати розбіжності з інтересами акціонерів. Тому мета ефективної системи управління – це подолання агентських відносин, які часто суперечать інтересам акціонерів. Таким чином, важливо виділити основні проблеми агентських відносин, які здатні здійснювати негативний вплив на акціонерну вартість:

- відмінності часового горизонту. Тобто керівництво та працівники повинні чітко розуміти та узгодити між собою цілі та часовий діапазон в якому вони повинні бути досягнуті;

- відмінності у сприйнятті ризику. Так, для запобігання банкрутства слід дуже чітко організувати стратегію діяльності компанії позбавлену виникненню значних ризиків;

- затримка вільного грошового потоку. Менеджери зацікавлені в тому щоб грошовий потік залишався в середині компанії, а не виплачувався акціонерам;

- загроза надмірного споживання з боку менеджерів.

Після рішення про впровадження даної концепції підприємству слід визначитися з методом по управлінню та оцінкою вартості. Всі методи вартісно-орієнтованого управління вказують про необхідність матеріального заохочення робітників компанії і оцінки ефективності їх діяльності на шляху до головної мети – максимізації вартості компанії. Дані методи мають свої переваги та недоліки і жоден з них не буде універсальним для досягнення цієї мети. Тому, на думку автора є дуже актуальним аналіз цих методів, виявлення і систематизація їх основних переваг і недоліків.

Аналіз цих методів, на наш погляд, слід розпочати з найбільш поширених, завдяки компанії SternStewart&Company, методів вартісно-орієнтованого управління – методу доданої економічної вартості (EVA) та методу доданої ринкової вартості (MVA). Метод доданої економічної вартості фундаментально не відрізняється від показника економічного прибутку. Але поправки, які вносить у розрахунок компанія SternStewart&Company, робить даний метод унікальним. Так, *ця консалтингова компанія доводить*, що першим і найважливішим кроком при розрахунку показника економічної доданої вартості є рішення про те, як саме потрібно відкоригувати інформацію бухгалтерської звітності. Практичний досвід свідчить про те, що знаходиться не так багато компаній, які приймають оптимальне рішення при розгляді цього питання. Таким чином, вона пропонує близько 160 коригувань облікової інформації, найбільш важливими з яких є наступні поправки на: дослідження та нові розробки, стратегічні інвестиції, відображення в обліку операцій по поглинанню та злиттю, визнання доходу, амортизацію, реструктуризацію заборгованості, податки, коригування балансу.

Також, слід сказати про те, що існує два рівноцінних підходи внесення коригувань при розрахунку економічної доданої вартості. Перший – внесення коригувань в рамках NOPAT (чистий операційний прибуток після оподаткування, так званий NOPAT – netoperatingprofitaftertax), а другий в рамках загального капіталу компанії.

Саме ці поправки унікальності водночас є і недоліком методу EVA. Роблячи розрахунки досить громіздкими та складними. Разом з громіздкістю та складністю використання даного методу робить компанію дуже залежною від зовнішніх консультантів.

Також до недоліків цього методу можна віднести і те, що він може ввести в оману інвесторів, які детально не знайомі зі специфікою ведення бізнесу даною компанією. Так, збільшення економічної доданої вартості за звітний період може призвести до зниження вартості компанії.

В свою чергу ринкова додана вартість розраховується як різниця між ринковою вартістю компанії та інвестованим капіталом. Тобто розрахунок даного методу буде правильним тільки за наявності ефективного ринку капіталу. На жаль, український ринок поки що не є досить ефективним, тому саме необхідність використання точної ринкової інформації з ринку капіталів можна вважати одним з недоліків даного методу при його впровадженні вітчизняними компаніями. Щоб усунути даний недолік при застосуванні даного методу, компанії повинні використовувати ряд коригувань, що вносить в розрахунок значну долю суб'єктивізму і, тим самим, значно знижує об'єктивність кінцевих результатів, що в підсумку негативно відіб'ється на ключових показниках діяльності.

Ще однією проблемою методу ринкової доданої вартості є те, що він не враховує альтернативну вартість капіталу. До недоліків слід віднести і те, що MVA не включає у свій розрахунок такі важливі показники, як виплата дивідендів та викуп акцій, що сталися у періоді за який розраховується MVA, на відміну від методу загальної акціонерної віддачі (TSR). Що стосується інтерпретації результатів даного методу, то слід зазначити, що позитивне значення MVA є сигналом про створення нової вартості, а негативне значення MVA, в свою чергу, про її зменшення.

Метод акціонерної доданої вартості (SVA), автором якого є Альфред Раппапорт, як і інші методи вартісно-орієнтованого управління, припускає, що створення акціонерної вартості відбувається лише тоді, коли рентабельність капіталу буде більша за вартість його використання[1]. Так, на думку вченого-Кемпбелла Ганна основною проблемою застосування доданої акціонерної вартості є в тому, що дана модель у своїх розрахунках потребує використання CAPM, а тому користувачі повинні адаптувати модель до кожної компанії окремо та прогнозувати майбутні грошові потоки[13]. Також недоліком є те, що

модель є дуже корисною для побудови корпоративних прогнозів та стратегії, але мало ефективна для інвестування. Також до недоліків можна віднести неможливість оцінки підприємств з негативною рентабельністю та високу чутливість до зміни ставки дисконтування.

На нашу думку, слід звернути увагу на недоліки обох методів грошової доданої вартості (CVA). Серед недоліків, які пов'язані з використанням моделі CVA, яку розробила компанія Boston Consulting Group, західні вчені Девід Янг та Стівен О'Бірн бачать те, що модель при розрахунку враховує амортизацію і в зв'язку з тим, що всі компанії мають свою політику нарахування амортизації результат грошової доданої вартості можуть бути некоректними. Також вони вважають, що показник EVA є більш ефективним, бо він може усувати проблему амортизації за допомогою застосування відповідних коригувань[4].

В свою чергу Джон Д. Мартін та Уільям Петті вважають, що проблеми в невірному відображенні грошової доданої вартості можуть відбуватися тоді коли компанія буде генерувати нерівномірні грошові потоки. Тобто CVA буде надавати невірну інформацію щодо потенціалу проекту по створенню вартості [6].

Деякі вчені, наприклад, Пабло Фернандез, взагалі піддають суттєвій критиці методи CVA та EVA, як інструменти виміру створення вартості. Так у своїх дослідженнях автор доводить, що на практиці існує слабкий взаємозв'язок між зростанням грошової та економічної доданої вартості з акціонерною віддачею, тобто створенням акціонерної вартості [14].

Аналіз грошової доданої вартості компанії Weissenrieder & Co, що базується на класифікації інвестицій на стратегічні та нестратегічні, ускладнюється тим, що стратегічних інвестицій у компанії може бути багато. При цьому значно зростає і кількість розрахунків і їх складність відносно оцінки рентабельності стратегічних інвестицій. Також дуже непросто класифікувати нестратегічні інвестиції та обґрунтувати строк життя інвестицій, бо вони будуть носити досить суб'єктивний характер. Щодо застосування даного методу в Україні, то актуальною є і проблема вірного визначення ставки дисконтування.

Метод дохідності інвестицій на основі грошового потоку (CFROI) – це модель, яка заснована на дисконтуванні чистих грошових надходжень (NetCashReturn, NCR) по ринковій ставці відсотку. Так, Б. Медден визначив чисті грошові надходження з точки зору менеджменту та інвесторів. Він детально описав процес розрахунку цих підходів. Також Б. Медден показав відмінність між ринковою ставкою дисконту та специфічним ризиком компанії[15]. Прави-

льність розрахунку чистих грошових надходжень, як і CFROI, ускладнюється прогнозуванням фінансових доходів та витрат і операційного грошового потоку. Також є актуальною проблема коригування прогнозів на рівень інфляції. В зв'язку з тим, що в Україні досить складно визначити реальний рівень інфляції, то об'єктивність розрахунку даного методу значно ускладнюється.

Метод загальної віддачі бізнесу (TBR) та метод загальної акціонерної віддачі (TSR) є дуже популярними та дієвими, але і вони також мають свої недоліки. Так, метод TSR заснований на ринкових показниках, що є в певному сенсі перевагою, бо дає змогу порівнювати між собою компанію за допомогою даних цього методу. Тим не менш, саме цей момент є і перешкодою, бо макроекономічні фактори, які впливають на TSR є невідконтрольними менеджменту компанії. Ще одним недоліком, який заважає більш широкому застосуванню даного методу є те, що його розрахунок придатний тільки для компаній, акції яких котируються на фондовій біржі.

Але найважливішим недоліком даного методу в аспекті української економіки є те, що метод TSR для створення акціонерної вартості є повернення вільного грошового потоку до інвесторів у вигляді дивідендів чи зворотного викупу акцій. Хоча виплата дивідендів акціонерам законодавчо обґрунтовано, але поки що невелика кількість українських компаній проводять дивідендні виплати.

В основі методу загальної віддачі бізнесу лежить порівняння передбачуваної суми майбутньої вартості бізнесу та рентабельності інвестованого капіталу. Виходячи з вищесказаного можна зробити висновок, що основною складністю у розрахунку загальної віддачі бізнесу є складність прогнозування грошових потоків.

Менеджмент на основі очікувань визначається як різниця між очікуваним та фактичним економічним прибутком. Даний метод вартісно-орієнтованого управління, в порівнянні з іншими методами, досить простий у використанні, оскільки він не потребує великої кількості коригувань та консультацій зовнішніх спеціалістів. Слід зазначити, що фундаментальний принцип даного методу базується на прогнозних очікуваннях основних результатів діяльності компанії, але перспективні значення несуть у собі значну долю суб'єктивізму. Таким чином, на наш погляд, головним недоліком даного методу є значна доля суб'єктивізму при розрахунку створення вартості компанії що може призвести до отримання некоректних результатів, які можуть негативно впливати на подальшу діяльність компанії.

З проведеного аналізу методів вартісно-орієнтованого управління, можна зробити висновок, що існуючі методи мають унікальні переваги в порівнянні один з одним, а з іншого боку, кожному з них притаманні ряд недоліків, які здатні негативно впливати на адаптацію та застосування цих методів в практиці ведення бізнесу. Так, на нашу думку, при використанні вартісно-орієнтованого управління на вітчизняних підприємствах одним з найефективніших є метод доходності інвестицій на основі грошового потоку (CFROI). Оскільки цей метод є економічним показником ефективності компанії, який відображає норми дохідності по всім існуючим інвестиційним проектам. Також він є основною складовою методу TBR, який дає можливість оцінити ефективність діяльності як компанії в цілому, так і її окремого підрозділу. Тому, на наш погляд, застосування саме цих методів буде найбільш ефективним с позиції оцінки створення вартості компанією та при впровадженні вартісно-орієнтованого управління.

Слід зазначити, що до основних спільних характеристик цих методів та складностей застосування, які з цим пов'язані відносяться наступні аспекти:

1. Основною областю застосування є економіки розвинених країн, де визначення ставки дисконтування буде більш об'єктивним та коректним. Тому ефективне застосування цих методів в Україні потребує більш ретельного підходу до визначення ставки дисконтування.

2. Фундаментом для розрахунку є дані фінансової звітності компаній. В зв'язку з цим виникають складності з правильністю розрахунку даних методів, бо звітність українських компаній поки що не повністю відповідає міжнародним стандартам та може штучно занижувати прибуток.

3. Методи вартісно-орієнтованого управління більш якісно працюють в країнах зі стабільною економікою, тому при розрахунку цих методів потрібно додатково враховувати ризики, що виникають на макроекономічному рівні, характеризують політичне становище та законодавчу базу України.

4. Ще однією характерною рисою методів вартісно-орієнтованого управління є період їх ефективного впровадження. Так, західні компанії, на відміну від українських, частіше розглядають довгострокову перспективу, оскільки вони націлені на свій розвиток у майбутньому.

Загальні результати дослідження та аналізу методів вартісно-орієнтованого управління з погляду їх переваг та недоліків представлено в таблиці.

Таблиця. Порівняльна характеристика методів вартісно-орієнтованого управління

Модель	SVA	EVA	MVA	CVA	CFROI	TSR	TBR	EBM
Автор моделі	А. Раппапорт	Дж.Б. Стюарт, Д. Стерн	Дж.Б. Стюарт, Д. Стерн	Ф. Весендрайер та Е. Оттосон	HOLT Value Associates	The Boston Consulting Group	Boston Consulting Group	Т.Коулленд, А. Долгофф
Основні прихильники	L.E.K. Consulting	Stern Stewart & Co	Stern Stewart & Co	Boston Consulting Group	Boston Consulting Group (BCG), Price Waterhouse Coopers, Deloitte	The Boston Consulting Group	The Boston Consulting Group	MonitorGroup
Критерій оцінки	Грошовий потік (Cash flow)	Залишковий дохід (Residual income)	Ринкові показники (Market-based measures)	Залишковий дохід (Residual income)	Грошовий потік (Cash flow)	Ринкові показники (Market-based measures)	Ринкові показники (Market-based measures)	Залишковий дохід (Residual income) та очікування ринку
Складність розрахунку	Висока	Середня	Середня	Середня	Висока	Низька	Низька	Низька
Врахування інфляції		Враховує	Не враховує	Враховує	Враховує	Не враховує	Не враховує	Враховує
Врахування майбутніх інвестицій	Враховує	Не враховує	Враховує	Не враховує	Не враховує	Враховує	Враховує	Не враховує
Вимірювання ефективності на рівні підрозділів	Можливе	Можливе	Не можливе	Можливе	Не можливе	Можливе	Не можливе	Можливе

Таким чином, для ефективного застосування вартісно-орієнтованого управління та його методів на українських підприємствах необхідно розробити новий метод, який буде поєднувати усі переваги вартісно-орієнтованого управління, його найбільш ефективних методів (CFROI і TBR) і в той же час, який здатен усунути негативний вплив вищеназваних факторів.

Список літератури: 1. *Rappaport A.* Creating shareholder value: a guide for managers and investors. – Rev. and updated ed. New York: Free Press, 1998. – 205 p. 2. *Т. Коупленд, Т. Коллер, Д. Мурин* Стоимость компаний. Оценка & управление. – 3-е изд. – М.: ЗАО «Олимп – Бизнес», 2005. – с. 576 3. *Stewart B.* The Quest for Value: a Guide for Senior Managers. New York: Harper Collins Publishers, 1991. 800 p. 4. *Young S.D., O'Byrne S.F* EVA® and Value – based Management. A practical Guide to Implementation. – McGraw – Hill, 2000, 500 p. 5. *Black A., Wright P., Bachman J., Davis J.* In Search of Shareholder Value: Managing the Drivers of Performance. Financial Times: London, 1998. 6. *Мартин Джон Д., Петті Вільям Дж.* VBM-управління, що базується на вартості: Корпоративна відповідь революції акціонерів: Пер. Зангл. – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. – 272 с. 7. *Ивашковская И.В.* Оценка деятельности российских компаний в системе управления стоимостью: возможности модифицированной модели добавленной стоимости потока денежных средств / И.В. Ивашковская, А.И. Запорожский // Аудит и финансовый анализ. – М., 2007. – № 6. – С. 211-223. 8. *А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова* Оценка стоимости предприятия (бизнеса) – М.: ИНТЕР-РЕКЛАМА, 2003. – 544 с. 9. *Євтух О.Т.* Теорія вартості через призму фінансів / О.Т. Євтух // Фінанси України. – 2005. – № 11. – С. 7-20. 10. *Момот Т.В.* Вартісно-орієнтоване корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Монографія. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380 с. 11. *Плікус І.Й.* Концепція вартісно-орієнтованого управління та можливості її використання при обґрунтуванні доцільності санації підприємств, «Фінанси України», 2011, с. 108-121 12. *Терещенко О.О., Стецько М.В.* Управління вартістю підприємства в системі фінансового менеджменту // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 91-99. 13. *Gunn, M. Campbell* (2000), Global equity management and valuation, USA: Association for investment management and research. 98 p. 14. *Fernández, P.* Valuation Methods and Shareholder Value Creation, 2002 Academic Press, San Diego, CA. 631 p. 15. *Madden B.* 1999. CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing the Firm. Butterworth-Heinemann: Oxford, MA, 2001. – 356 p.

Надійшла до редколегії 11.02.12

УДК 336.01, 517

А.В. КРАВЕЦЬ, ст. викладач, Міжгалузовий інститут післядипломної освіти НТУ «ХПІ», Харків

ЕКОНОМЕТРИЧНА МОДЕЛЬ ОЦІНКИ ЕФЕКТИВНОСТІ ФІНАНСОВО-КРЕДИТНОГО МЕХАНІЗМУ ФУНКЦІОНУВАННЯ КАПІТАЛУ АКЦІОНЕРНИХ ТОВАРИСТВ

Досліджено теоретичні, методичні та практичні аспекти оцінки ефективності функціонування фінансово-кредитного механізму акціонерних товариств за допомогою багатофакторного кореляційно-регресійного аналізу, побудовано економіко-математичні моделі взаємозв'язку між результативними показниками рентабельності загального, власного та акціонерного капіталу та факторними показниками фінансово-господарської діяльності акціонерних товариств.

Ключові слова: акціонерне товариство, кореляційно-регресійний аналіз, фінансово-кредитний механізм, рентабельність, активи, капітал.